

二〇〇七年夏より明るみに出た米国製サブプライムローンの破綻に端を発する金融危機は、「一九二九年の大恐慌に匹敵する危機」とも、「一〇〇年に一度の危機」とも言われている。日本経済も、「米国発金融危機」で長期不況に突入することが懸念されている。

しかし、「今になって不況と言われても」と戸惑いを持つ読者も多いのではないだろうか。二〇〇七年夏以降に景気が停滞し始めたとして、それでは、それ以前は好景気だったのか。二〇〇二年以降の景気回復は戦後最長と言われながらも、

政府は正式な「デフレ終息宣言」さえ行わなかった。二〇〇二年以降、確かにGDP（国内総生産）はある程度成長したが、二〇〇〇年代を通じて雇用所得は伸び悩み、家計消費は低迷した。国民の多くは、景気回復の実感などまったくなかったのである。

一方、政治家は、「不況で大変だ!」と言うわりには、とてもはりきっているように見える。景気対策を大義として振りかざし、予算のぶんどり合戦に奔走している。しかし、そうした有様を目の当たりにした国民は、「日本は財政危機でなかったのでは?」と率直な疑問を持つのではないだろうか。財界も、「深刻な円高」不況ということで景気対策を政府

「米国発金融危機」という免罪符

経済危機

どこに対案があるか

金融危機が 浮かび上がらせた 日本経済の危機と機会

チャンス

齊藤 誠

さいとう まこと

一橋大学大学院経済学研究科教授、京都大学経済学部卒業、マサチューセッツ工科大学経済学部博士課程修了、P.D.C.取得。ブリティッシュ・コロンビア大学経済学部助教授、京都大学経済学部助教授、大阪大学大学院経済学研究科助教授を経て、二〇〇一年四月より現職。主な著書に『金融技術の使い方・考え方』（有斐閣、日経・経済図書文化賞）、『資産価格とマクロ経済』（日本経済新聞出版社、毎日新聞社エコノミスト賞）などがある。二〇〇七年に日本経済学会・石川賞を受賞。

に要望している。確かに、円高になれば、輸出企業は苦しくなる。しかし、「空前の円高」と言われて、納得しない人たちも多いのではないだろうか。二〇〇八年の夏より前にヨーロッパに旅行をした人であれば、ワンメーターのタクシー代金が一〇〇〇円もした現実に「円の弱さ」を実感して、惨めささえ感じたはずである。そうであれば、「今まで円が安すぎた」と言う方が自然であろう。

「米国発金融危機」という免罪符があれば、なんでもかんでも通ってしまう風潮は、ずいぶんとおかしいのではないか。どんな経済現象にも、原因があつて結果がある。さらに、原因を作った責任が問われる者もいれば、どのような事情であれ、結果に責任を持たなければならぬ者もいる。本来であれば、政府の政策策定プロセスでは、因果関係と責任の所在が明らかにされて、はじめて処方が出てこなければならぬ。そうした吟味のプロセスをいっさい飛ばして、「米国発金融危機」という錦の御旗を振りかざせば「何でもあり」というのは、政府の意思決定メカニズムが壊れてしまっているに等しいのではないであろうか。

「いや違う」と主張する人は、今般の金融危機が「米国発」で、天から降ってきた禍であるというのが論拠にちがいない。確かに、震源地の米国では、大胆な経済政策や金融政策が展開されている一方、議会を中心として関係者に対して厳しく責任を追及している。議会では、連銀（連邦準備制度）

の前議長も、二〇〇〇年代前半の金融緩和政策と今般の金融危機との関連が問われた。投資銀行の最高責任者も、今般の金融危機の原因となった金融取引で途方もない暴利を得ていた実態が明るみに出た。公的に「ビッグスリー」を救済するかどうかについても、最高責任者は経営責任を厳しく追及された。

危機勃発後の政策側の最高責任者であるポールソン財務長官も、バーナンキ連銀議長も、納税者である国民に対して大胆な政策決定の説明責任を果たさなければならぬ場面にく度となく立たされている。大統領選で共和党が敗北をした主因も、金融危機を招いた責任が問われた結果であろう。

片や日本では、政策に責任を持つべき政治家は、次々と打ち出される景気対策がどのような問題に対応したものなのか、果たしてどれだけの効果が期待されるのか、政策実施にかかるコストがどの程度になるのか、をさっぱり説明しようとしていない。ただただ「日本経済は米国発金融危機の被害者である」ことを大前提に、議論の余地などまったくない、当然になすべきことと言うように、大胆な景気対策が展開されようとしている。

しかし、本当にこんなことでよいのであろうか。これだけグローバルな経済社会において、日本のような大国が、今般の金融危機の原因にまったく関わりがなくて、米国で起きたことの一方向的な被害者であるというようないふことがありえるの

であろうか。

本稿は、「そうではない」と主張する。かなり変則的な方法によってITバブル崩壊の痛手から回復しようとした世界経済の潮流に、日本経済はしつかりと組み込まれていた。そうした流れにおいて日米欧の株価が回復する背後で、サブプライムローン問題のような破廉恥なことも起きた。日本経済は、自虐的なまでに円通貨の価値を台無しにした上で、輸出と設備投資が主導する景気回復を実現した。しかし、景気回復の過程においてでさえ、消費停滞という形で被った代償は途方もなく大きかった。日本の無節操な金融政策は、燃え上がるようにした世界の資本市場に油を注いだ。今般の金融危機の原因となったサブプライムローン問題も、二〇〇二年以降の日本経済の景気回復も、根っこのところで深くつながっていたのである。

金融危機が深刻になる中であっても、論議が弛緩しきった国会であるが、二〇〇八年一〇月二一日に行われた日本銀行の副総裁候補の所信聴取で意味深長な場面もあった。あまり大きく報道されなかったが、政府に候補者として指名された山口広秀日銀理事は、世界的な金融危機が起こった背景として「私どもの緩和政策がひょっとすると何がしかの影響を与えた可能性は否定できない」と思っている」と発言している。婉曲な表現であるが、日本側の政策責任者が今般の金融危機の原因と責任について言及した唯一と言ってもよい発言では

ないだろうか。しかし、その後、発言が取りざたされることはなかった。そうした事態の進展にこそ、今般の金融危機をめぐる日本の政策現場の「空気」が象徴されているのかもしれない。

日本経済との関わりにおいて、今般の金融危機の原因と責任の所在を明らかにしていくことで、上述のような「空気」に支配されて当然の政策のように進められている景気対策と一八〇度異なった政策対応が必要になってくることが明らかになってくる。本稿の最後にそのことを述べたい。

「二〇〇年に一度」ではなく「ここ五、六年」という見方

以下、今回の金融危機は、二一世紀初年のITバブルの崩壊で資産価格が下落しきった二〇〇二年の時点に、日米欧の経済を連れ戻したと考えるのが適切であることを示していきたい。言い方を換えると、今般の金融危機の本質を考え直すためには、「二〇〇年に一度」という途方もなく長いパースペクティブに置いて見るべきでなく、「新しい経済成長」を謳歌した「ここ五、六年」の経済や政策の有り様を冷静に振り返ってみることから始める必要があるであろう。

「なぜ、金融危機のきっかけとなったサブプライムローン問題が生じたのか？」も、ITバブルの崩壊で先進国が陥った時代状況に問題を置き直してみると理解しやすい。本誌を含めてさまざまなメディアにおいて、低所得者向けの住宅ロ

ーンであるサブプライムローンの金融リスクが著しく過小に評価され、それが組み込まれた証券化商品に対してトリプルAという最高格付けが与えられてきた経緯について詳しく議論されてきた。本稿でそれを繰り返そうとは思わない。

むしろ、ここで問題としたいのは、「証券化商品のリスクの過小評価が投資家に簡単に見抜けないほど、実際の証券化手続きが「複雑怪奇」なものであったのか」ということである。その答えは、明らかに「否」である。当事者のほとんどは、サブプライムローン関連の証券化商品が高リスクであることに気づいていて取引を行っていた。通常、トリプルAの金融商品は、リスクが低い分、リターンも低い。しかし、問題の証券化商品は、高格付けにもかかわらず、リターンが非常に高かった。高リターンの背後に「隠れたリスク」があると判断するのは、投資の常識である。

それにもかかわらず、当事者たちが「隠れたリスク」に見て見ぬ振りをしたのは、誰も異議を申し立てなくなかったからである。サブプライムローンを組成した銀行は、格付け機関に対してローンの正しい情報を提供しても、なお高く格付けられるのであれば、文句などあるはずがない。格付け機関も、銀行が提供した情報に基づいてリスクを評価しているという説明できる限りにおいて、それ以上の責任は問われない。一方、運用担当者は、トリプルAというお墨付きがあれば、運用を委託している投資家に説明責任を果たすことができる。

それでいて高いリターンが実現できるのであるから、投資家から文句が出るはずもない。政策当局としても、銀行、格付け機関、運用機関、投資家の当事者間で納得している取引について口出しできない。

「高リターンに見合う高リスクが隠れている」とみんなが気付いていて、そうした状況が受け入れられてしまったのは、ITバブルの崩壊で被った惨状から「できるだけ早く」、「できるだけ遠く」に逃れたいという思いが、金融市場に関わる多くの人々に共有されていたからであろう。ITバブル崩壊で痛手を受けた金融界にも、一刻も早い景気回復を願う財界にも、好景気で支持基盤を固めたい政界にも、政財界の意向を受けた政策当局にも、「明らかに理不尽な金融取引」を見て見ぬふりをしなければならぬ事情があった。原因としては単純であるが、人々の欲望に深く根ざしているという点では容易に回避しがたい性質の問題でもある。逆に言うと、単に金融市場に対して規制を強化しても、資産価格バブルの本質的な原因を取り除くことはできない。

米国——資産市場の高騰と暴落

いずれにしても、このように性格の悪いサブプライムローンが無茶な形で証券化された金融商品は格好の投機対象となっていく。その結果、資金が湯水のごとく住宅市場に投じられ、住宅価格がさらに上昇した。住宅価格の高騰は、サブプ

ライムローン証券化商品の収益率をさらに高めた。そのことが投機資金を住宅市場にますます引き寄せた。

確かに住宅価格の上昇はすさまじかった。米国の住宅市場の代表的な価格指数であるケース・シラー住宅価格指数（全米一〇カ所平均）は、二〇〇〇年一月を一〇〇とする、二〇〇六年六月にピークを迎え、二倍以上の二二六にまで上昇した。しかし、二〇〇七年夏に住宅価格は大きく値を崩すとともに、サブプライムローン証券化商品が暴落した。サブプライムローン問題の勃発である。

米国の住宅市場の専門家の間では、住宅市場のファンダメンタルな価格がピーク時の四割安という判断である。四割安というケース・シラー住宅指数の二〇〇二年央の水準（三五）である。その当時の株式市場では、ダウ工業株平均がITバブル崩壊後の底値に達した八〇〇〇ドル前後であった。しかし、二〇〇八年九月までの住宅価格も、株価も、低下傾向にあったものの、ファンダメンタルズと考えられている水準を大きく上回っていた。一月末に公表された九月のケース・シラー住宅指数は一七三と、ピーク時の二割安の水準に留まっていた。ダウ工業株平均も一万一〇〇〇ドル前後で推移していた。

この一〇月にダウ工業株平均が八〇〇〇ドル前半をうかがった株価暴落は、住宅市場投機で膨れ上がった資産価格バブルをやっと一掃して、住宅価格や株価が十分に低下したと解

積できるであろう。

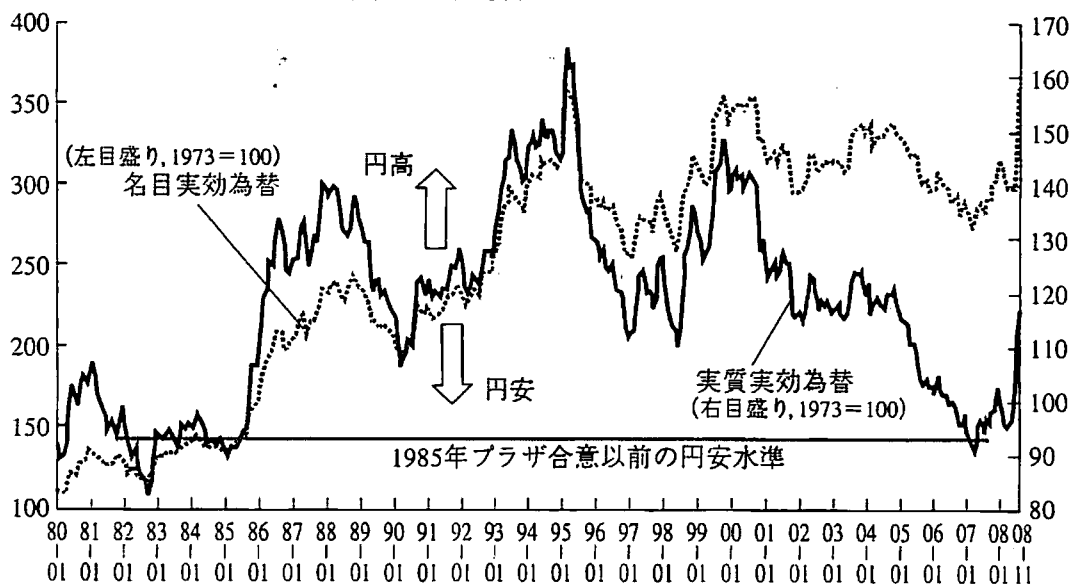
こうして見てくると、一〇月の歴史的な株価暴落は、米国株が実力相応の水準にまで調整を迫られた結果であって、早期の公的介入によって防げるものではなかった。結果論となってしまうが、米国政府が資本の毀損した金融機関に公的資金を注入するにしても、株価が十分に低下してからのほうが、政府が取得した銀行株にキャピタルゲインが生じて納税者の負担も軽減される。

日本——円安景気の終焉

二〇〇八年九月から一〇月にかけての米国発の金融危機は日本経済を直撃した。日本経済は、九月一日に一〇八円を超えていた対ドル円相場が一〇月二十八日には九四円を割り込むという円高に見舞われる。急激な円高は、二〇〇二年以降の景気回復を牽引してきた輸出企業に大きな打撃を与えた。円高による輸出企業の業績悪化は、即座に株価に現れた。九月一日に一万二八三四円の水準にあった日経平均株価は、一〇月二七日に七〇〇〇円を切るところまで暴落した。

確かに、二〇〇〇年以降を見ても、本年九月まで対ドル円相場が一〇〇円を割り込むことはなく、九〇円台となった一〇月の円高相場は突出している印象を与える。しかし、対ドル相場だけで円通貨の動向を考慮するだけでは、状況を見誤るかもしれない。図に示すように、日本の貿易相手となって

図 実効為替レートの動向



為替レートでは、二〇〇七年中央一九八五年のプラザ合意以前の水準にまで円安が進行していた。日本国内の物価が安定していたところに円安が進行したので、円の実質的な価値は

いる各国の通貨を貿易量で加重平均をとった名目実効為替レート（日銀算出）で見ると、二〇〇〇年以降に生じた円安傾向を、二〇〇八年一〇月の円高でちょうど穴埋めしたにすぎない。円高や円安を測る尺度としてより適切なのは、日本と貿易相手国の物価動向も加味した実質実効為替レートである。実質実効

大幅に低下したのである。二〇〇二年以降の景気回復で日本製品が国際的な価格競争力を保っていたのも、過度な円相場への追い風を受けていたにすぎない。この実質為替レート換算によると、一〇月の円高の程度はいっそう穏やかであった、二〇〇〇年以降に進行した円安幅の四割を埋め合わせたにすぎない。

ITバブル崩壊後で本格的な円安景気回復が訪れる前の二〇〇三年春には、日経平均株価が八〇〇〇円を割り込んで底を打っていた。突き放した言い方をすると、この一〇月の日本株暴落は、二〇〇〇年代に急激に進行した円安で輸出企業の業績が水膨れした資産価格バブルが急激な円安修正の局面で一挙に弾けてしまった結果である。二〇〇八年一〇月の日本株暴落は当然の調整であって、景気対策などで回避できるものでは到底なかった。

ただ、「二〇〇〇年代の日本株が過大評価であった」と言われると、納得しない読者も多いかもしれない。確かに、日経平均株価で見ると二〇〇七年中央に一万八〇〇〇円で頭打ちした相場は、一九八〇年代後半に資産価格が高騰する入り口である一九八六年の水準にすぎず、迫力に欠ける数字のように見える。しかし、二〇〇〇年に構成銘柄を大幅に変更した日経平均株価でなく、東京証券取引所の上場銘柄を網羅した東証株価指数で見ると、二〇〇七年中央の相場は資産価格バブル期であった一九八七年から八八年の水準に相当する。

欧州——投機に轟進した金融機関

今般の金融危機でもっとも深刻なダメージを受けたのは、震源地の米国の金融機関ではなく、欧州の金融機関である。今回の金融危機では、米国の投資銀行の破廉恥な振る舞いばかりがやり玉に挙げられているが、欧州の金融機関の破廉恥さの方がすさまじかった。しかし、これまでの話であれば、欧州の金融機関が金融危機の震源地の米国の金融機関に比べ、サブプライムローンを組み込んだ証券化商品への投資で深い傷を負った理由が見えてこない。

その理由は、二〇〇〇年代における日米欧の金融政策の違いに根ざしている。日本銀行は、一九九五年以降、短期金利の誘導目標を〇・五％以下の水準に設定してきた。二〇〇二年以降の景気回復局面でも、日銀は短期金利を低い水準のままで維持してきた。こうした超低金利政策は、資金調達コストを引き下げて設備投資を後押しし、円安を維持して輸出を促進することが目的だったとされている。米国連銀も、二〇〇二年から〇四年にかけて、ITバブル崩壊から金融市場を立ち直らせるために思い切った低金利政策を展開した。

一方、欧州中央銀行は、二〇〇〇年代を通じて短期金利をかなり高めに誘導してきた。その結果、日本円は、ユーロが導入された一九九九年以降ユーロに対して一貫して減価してきた。米ドルも、大胆な金融緩和政策を展開した二〇〇二年

以降ユーロに対して減価し続けた。

そこで、欧州の金融機関はドルや円の通貨で積極的に資金を調達するようになった。ドル建てや円建ての資金調達は、金利が低い上に、通貨安で満期時の返済負担が軽減するので、調達コストを飛躍的に引き下げることができた。円安・低金利につけこんだ円キャリートレードばかりが注目されてきたが、国際的に見て通貨安で低金利だったのは、ドル通貨も円通貨と事情を同じくしていたのである。

欧州の金融機関は、莫大なドル資金や円資金を引っ張ってきて、証券化商品に投じてきたところ、二〇〇八年秋に証券化商品が暴落して膨大な損失を被る。一方、金融危機を契機としてユーロがドルや円に対して大きく減価したことから、ドル資金や円資金の返済負担が著しく高まった。欧州金融機関のバランスシートは、資産と負債の両面で深く傷付いたのである。

「バブルのツケをバブルで返す」政策発想の代償

二〇〇〇年代初頭のITバブル崩壊の惨状から抜け出そうとした日米欧の経済は、以下のようにまとめることができるであろう。米国は、サブプライムローンという投機対象を作り出し、連銀の積極的な金融緩和政策が投機の後押しをしてきた。日本も、日本銀行の超低金利政策で自国通貨をきんぎん痛めつけて、過度な円安を実現して輸出主導の景気回復を

果たした。一方、欧州は、ユーロ高を梃子に通貨安・低金利のドル資金や円資金を積極的に調達し、その莫大な資金をサブプライムローン関連商品への投機に費やしてきた。

こうして見てくると、ITバブル崩壊で受けた惨状を、新たな資産価格バブルを生み出すことによって切り抜けようとしてきた日米欧の姿が浮かび上がってくる。日米欧は、「バブルのツケをバブルで返す」という共通の発想から生み出された政策で、知らず知らずのうちに見事なタッグを組んできたと言えるかもしれない。いずれにしても、今般の金融危機は、こうした政策枠組みが完全に破綻した結果であった。

「バブルのツケをバブルで返す」という発想から生まれた政策は、サステイナブルでないという点で本質的な欠陥を孕んでいることは言うまでもない。しかし、日本経済にとってより重大な問題は、一見、維持されている限り「ウィーン・ウィーン」の関係に見える日米欧のタッグで、日本の家計だけが消費拡大という形で豊かさを享受できなかった点であろう。冒頭で述べたように、円安によって増大した輸出の増大と輸出企業の旺盛な設備投資によって牽引された景気回復過程においても、家計消費が低迷してきた。輸出と設備投資が主導する経済成長で家計消費が割を食ってきたことは、戦後を通じて日本経済に認められる特徴である。しかし、二〇〇二年以降の景気回復では、その度合いが著しかった。その背景には、いくつかの理由がある。

第一に、過度の円安で対外的な購買力が大きく低下した。過度な円安下で海外と貿易をするということは、日本製品を安くたたき売って、海外製品を法外な値段で買っているのに等しい。海外との取引で「安く売って高く買う」ことから生じる所得の漏出を交易損失と呼んでいる。たとえば、二〇〇〇年の為替相場と比べた円安で、二〇〇六年に実質GDPの約三%の交易損失を被っている。輸出に牽引されてGDPが数%成長しても、海外への所得漏出で相殺されてしまう勘定となる。

第二に、超低金利政策で資金調達のハードルを低くすると、生産性が芳しくない設備投資に資源が投下されて、その分、消費に充てられる資源が減少してしまう。また、超低金利環境では、いくら企業収益が改善しても、銀行を通じて企業から家計に支払われる金利所得が細ってしまった、家計所得の上昇に貢献しない。特に、銀行預金が依然として家計の主要な貯蓄手段である日本では、超低金利政策の弊害がいつそう大きい。

第三に、第二の点に関連するが、激しいグローバルな競争にさらされている企業は、生産性の高くない設備投資から国際水準の投資収益率を必死に確保しようとして、労働コストを極力切りつめてきた。その結果、経済全体の雇用所得が伸び悩み、消費低迷に拍車がかかった。

危機において、何を、どうすべきなのか

以上の議論から明らかのように、日本経済は、今般の金融危機の被害者などでなく、金融危機を生み出した荒唐無稽な枠組みに当事者として加担してきた。『米国発』と金融危機の被害者を装い、金融危機を免罪符として「何でもあり」の景気対策を展開する資格など、日本政府や日本銀行にはないのかもしれない。ここ五、六年の経済政策を徹底検証して、「なぜ、家計が豊かさを享受できなかったのか」を明らかにする必要がある。当然、政策責任も明らかにして、その上で政策処方箋を書くべきである。

日本政府が、厳密な原因の検証も厳格な責任の追及もないままに、景気対策という名目で次から次へと打ち出してきた経済政策は、ちぐはぐなものばかりである。『バブルのツケをバブルで返す』式の発想さながらに、相変わらず金融緩和政策を日本銀行に求め、円安誘導をほめかす。検討されてきた政策は、設備投資や輸出を後押しするものが目立っている。政府与党内では、大型公共投資さえ目論まれている。税の議論でも、将来の消費税率の引き上げが示される一方で、株式投資に対する減税措置が延長され、法人税減税が検討されている。付け焼刃の定額給付金や申し訳程度の雇用対策費では、家計消費の充実にまったくつながらない。

しかし、危機には、危機の効用もある。政財界のリーダー

たちが自らの社会の直面している問題に真正面から向き合い、国民の間に健全な危機意識を育むことは、既得権益に深く関わる経済政策を果敢に実施して、新しい経済秩序を目指していく格好の機会となる。同時に、危機に直面している時にこそ、高尚な議論を振り回すのではなく、健全な常識に立ち返るべきであろう。今、誰が考えてもおかしいと思う三つの常識的な視点から、経済政策を考え直してみたい。

第一——「一九九五年以降、一〇年以上にわたって金利がゼロにへばりついている状態はおかしくないですか？」

二〇〇二年以降、さまざまな経済指標が景気回復を裏付けているにもかかわらず、日本銀行は「未だデフレ脱却せず」という判断で超低金利政策が継続されてきた。その間、日本政府は金融システムを改革することも怠ってきた。途方もない超低金利と使い勝手の悪い金融市場によって、自虐的なまでに自らの通貨の魅力を失わせておいて、輸出と設備投資の拡大はさせたものの、家計消費は著しく低迷した。そろそろ、国力にふさわしい通貨を持つことによって、国民が豊かさを享受できる道を開いていくべきではないだろうか。企業経営者は円高の弊害を嘆いているが、海外からの資金調達力を高め、積極的に海外展開を進める上で、『強い円』は必要不可欠なのである。『強い円』を活かしてこそ、企業が日本経済に貢献するというのではないだろうか。

第二——「二〇〇二年以降、企業が空前の収益を上げ、株価が高騰していたのに、労働者の受け取る賃金がずっと据え置かれてきた状態はおかしくないですか？」

二〇〇二年以降の景気回復における所得分配において、資本所得が過度に厚く、労働所得が極度に薄い状態は、明らかに不自然であった。異常な所得分配状態が企業サイドの行動では正されないのであれば、そこにこそ政策のメスを入れるべきであろう。資産家層に集中する配当所得や譲渡所得などの資本所得に対する課税を強化し、高所得者層への税率を引き上げる一方、低・中所得者層へ所得を再分配する政策こそ検討されてよい。消費性向の高い低・中所得層への所得再分配は、経済全体の消費を促進する。まっとうな形で所得再分配を行おうと思えば、納税者番号制度が不可欠となってくる。また、寄付金制度などを拡充することによって、資産家層が蓄えたストックを経済の豊かさを高める方向に活用する仕組みを作っていく発想も必要であろう。

第三——「同じ仕事をしていて、待遇に天と地の開きがある状態はおかしくないですか？」

今の日本でもっとも不公平なことと多くの人が考えているのは、労働者が組織に同じ貢献をしても、正規採用と非正規採用で待遇に天と地の違いがあることである。情けない話であるが、われわれ大学の職場においても、正規職員はどんな

にさぼっても高給が保障され、非正規職員はどんなに高度な仕事をしていても時給一〇〇〇円なのである。正教授は教育や研究をしていなくても六五歳まで高待遇が保障され、若い研究者は優れた業績を上げても三年限りの雇用なのである。こうした事態はどう考えてもおかしい。労働市場改革というのであれば、このような不公正にメスを入れるべきであろう。ただし、待遇の問題は、政策の課題であると同時に、個々の職場の課題でもある。組織のリーダーが率先して公正な人事の仕組みを実現していくべきである。

このように常識的な判断から求められる政策は、政財界で権力を有しているリーダー自身が果敢に既得権益に踏み込み、率先して自らの利権を譲歩することで国民に対して範を示す必要のあることばかりである。危機への対応で新たな秩序が形成される時には、日本であれば官僚機構を中心に、まさに「危機」を利用して、ちゃっかりと既得権益を拡充し、古い権益を復活させようとする動きが必ず出てくる。それを牽制することができるのも、社会の指導者たちのリーダーシップだけである。健全な危機意識の下で常識的な判断に依拠したリーダーシップのみが、「緩やかな公平感」や政府に対する「適度な信頼感」を国民の間に醸成するのである。そして、「常識を欠く暴利」を冷笑する市民のバランス感覚こそが、「バブルのツケをバブルで返す」式の政策発想に対する本質的な拮抗力になっていく。